



水泥制造业

2010.12.15

评级: **增持**

上次评级: 增持

水泥供给逻辑: 江西和华新水泥的逻辑龙头地位

细分行业评级

水泥制造业 增持



韩其成

021-38676162

hanqicheng@gjas.com

S0880208070351

本报告导读:

CPI 短期回落预期和水泥再次限电涨价刺激水泥行情, 并开始演绎泛南方水泥行情。

湖北和江西无新投放并且超过 900 公斤, 江西和华新水泥是逻辑龙头, 江西仍有空间。
摘要:

- 上周我们在三亚宣讲了建材 2011 年度策略《穿越通胀迎接光明: 紧盯供给端》表达了长期对水泥极为乐观看法: 机会是历史性的、幅度是建国以来最大的。本周开始在北京路演我们的行业趋势判断和水泥配置逻辑。水泥行业有五个规律: (1) 新增供需边际为正值股价和景气度提升、负值下降, 明年后年为正值, 两年看多; 上半年为负值下半年为正值, 意味着明上半年有压力; (2) 水泥煤炭价格差和水泥股价趋势一致, 这可以有效判断水泥股价底部和顶部, 目前水泥价格趋涨价格差仍在提升支持股价上涨, 若明年 2 月水泥价格回调会产生压力; (3) 通胀初期水泥股价上涨, 通胀到达临界点加速攀升阶段调控变本加厉股价下跌, 水泥股价提前 4 个月于 CPI 见顶, 这意味着本轮水泥行情可持续至明 2 月; (4) 水泥 PE 和 M1 及贷款增速趋势一致, 这意味着若明年贷款增量和今年相若, 则明年水泥 PE 相若于今年 12-20 倍左右; (5) 水泥 PE 低于 15 倍和吨市值在 400 左右都预示着底部区间, 目前主流水泥公司估值就在这附近或之下, 意味着长周期处于底部。
- 近期水泥大涨的原因在于两个分歧的解决: (1) 首先宏观层面对通胀压力引致严厉调控分歧在公布 11 月 5.1 并与其 12 月在 5 以下后, 至少在目前到下个月中都是 CPI 回落阶段, 短期利好; (2) 对于 12 月限电结束之后水泥将开始下跌, 而近日江苏、浙江两地区部分企业又进行一轮限电, 不同企业停窑 4-10 天, 水泥价格再次小幅向上攀升。据说安徽省 12 月也有限电计划, 如果安徽省再次进行限电, 华东地区高价格持续至春节前无任何悬念。这意味着短期两个主要分歧在此阶段变动不再有分歧, 认识开始趋同上涨。
- 短期需求看明后年为十二五开局前两年, 之后又为政府换届年。长期需求看国外数据显示规律 (1) 城镇化化率未到 80% (2) 人均 GDP 未到 1 万左右水泥需求都是增加。人均消费量指标国外对比指标不适宜原因一方面是国外如日本钢结构房屋、美国木结构房屋占比重, 并且使用效率不同。目前政策以人均熟料 900 公斤为限作为门槛长期或低估中国需求, 暂停新建生产线政策将导致明后年产能投放大幅下降, 明年下半年开始水泥景气将大幅提升, 这种机会将是历史性的。如果供给端是选择水泥股的第一个逻辑判断 (我们策略报告中供给有 2 个逻辑、需求有 3 个逻辑, 具体见策略报告), 那么处于江西省的江西水泥和湖北的华新水泥将位居本轮行情的逻辑龙头地位 (见下文逻辑推理)。我们在近期组织了联合调研华新水泥首次发现该逻辑并重新江西水泥进行演绎。

相关报告

水泥制造业:《短期储备左侧、中期等待右侧买点》

2010.05.11

水泥制造业:《道路曲折、前途光明: 储备左侧买点》

2010.05.04

水泥制造业:《国务院进一步加强淘汰落后产能通知》点评》

2010.04.07

水泥制造业:《湖北 12 万亿投资联想: 增持水泥行业》

2010.03.24

水泥制造业:《泥煤价差持续回升、淘汰细则即将披露》

2010.03.24

目前水泥的配置和演绎首先是南方区域处于旺季，同时南方开始限电导致水泥价格大幅度提升，进而导致了第4季度业绩超出预期。这是需求和业绩弹性第一个选股逻辑，而湖北和江西水泥明年几乎木有新的生产线投产，同时因为湖北、江西人均干法孰料产能超过900公斤，这意味着不批准新的生产线则可以比较明确的判断湖北和江西后年也木有新的生产线投产，而这两个区域根据我们判断城镇化率未有到80%之前需求都将保持增加，这意味着这两个区域将在明后年有相对更大概率演绎目前高盈利水平。如果同时符合第4季度业绩超预期，那么在产能角度更好的公司将成为本轮行情龙头，即明确看到明年和后年还木有产能增加的地方，业绩未来弹性将更高并导致目前股价弹性更高，确立本轮行情龙头地位。

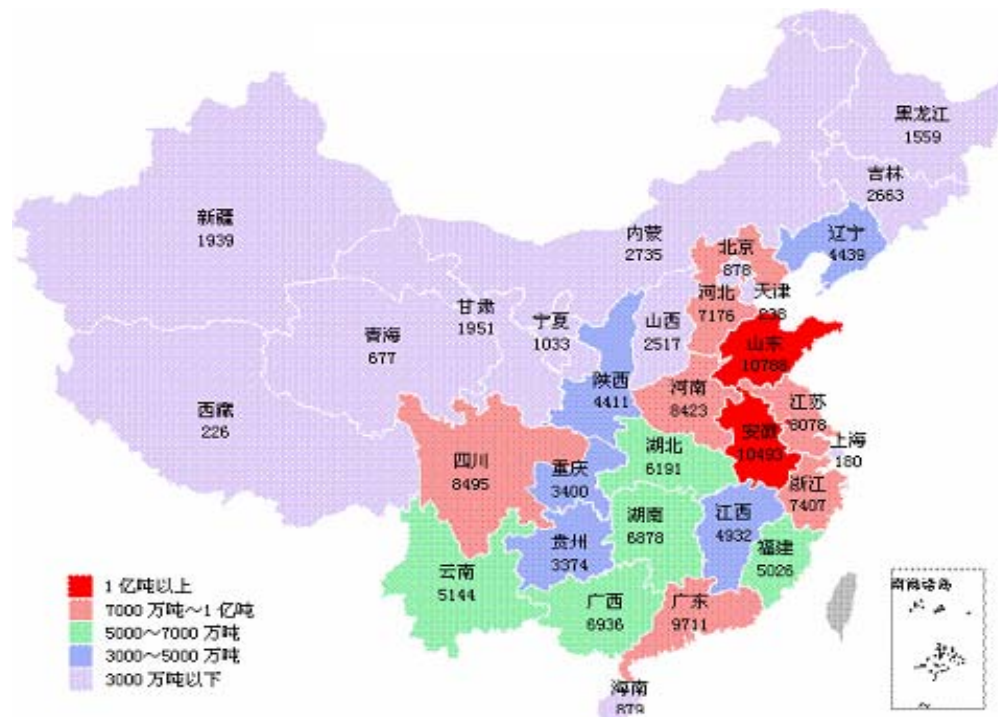
同时，因为江西北面临近安徽和浙江，而这两个区域人均干法孰料产能也超过了900公斤，这意味着不仅是江西干法孰料产能超过了900公斤，其主要周边地区也超过了900公斤，这意味着江西省在逻辑上判断明后年自身区域供给和周边地区供给压力将远远低于全国其他地区。而从需求角度看，江西水泥60%来自农村市场，而无论是明年三月的十二五规划、还是每年一号文对于农村建设的重点提法对于水利投资的认同，还是今年山东和宁夏开始试点的建材下乡明年开始的全国推行，这都意味着在明年深圳整个十二五期间农村需求或者新农村建设主题都是很重要的配置逻辑，而江西水泥是新农村建设水泥股的龙头产品（今年两次对建材下乡的价值发掘都已经证实这个龙头逻辑地位），问题的关键是在此之前江西水泥木有释放业绩的经验证明，而本次公告则相对证明了释放业绩的能力。因此综合本轮水泥股启动行情的前因后果和逻辑拆解，湖北华新水泥（最先组织联合调研发掘该逻辑）、江西省江西水泥（策略会唯独邀请的建材公司重点最早推荐）将是本轮行情的龙头，尤其是江西水泥龙头逻辑地位彰显。

我们积极的向市场阐述了该逻辑，即我们的图3和图11即产能增加和第4季度业绩弹性选择股票的逻辑。水泥股的行情在今天短期终结我们上述两个分歧之后，开始把逻辑泛化到南方的大部分水泥公司，如福建水泥、同力水泥、巢东股份、塔牌集团开始发挥后发优势股价逐步飙升，行情开始泛化和深化。市场开始寻找第4季度南方是旺季，限电区域业绩能超预期的区域，并试图寻找第3个华新和江西。如果华新和江西将是本轮行情逻辑龙头，这意味着应当获得高于其他公司的PE水平，华新水泥约120亿市值、江西水泥52亿的市值，小盘股理应获得高于大盘的估值，而目前华新水泥2011年的PE为18倍。所以，这轮行情如果能够持续下去，那么在行情结束之前江西水泥2011年PE或许可以上到18倍以上的水平，意味着这波行情江西水泥股价或许有上到16-17元以上水平的概率，即仍有23-30%空间。

我们在策略报告中阐述：根据M1、贷款、水泥PE相关性明年12-20倍之间，上半年受淡季水泥价格回落以及通胀紧缩影响当在12-16倍，下半年在16-20倍之间，若暂停新建政策不放开明年末获得25倍PE。前两次调控水泥股价提前CPI约4个月见顶，因此短期时间上明年2月左右、估值上明年PE16倍以上阻力位。长期看任何回调都是战略机会。选择水泥股从供需两个层面看，供给两个层面：一是产能增加无或少、人均孰料超900公斤区域，湖北华新、江西水泥、华东海螺；二是淘汰落后多区域，河北冀东、广东塔牌。需求两个层面：一是紧缩背景下投资受支持区域，新疆天山、青松；二是新农村建设和建材下乡扩大主题，江西水泥；盈利超预期角度：海螺、华新、江西；价格联盟：三大水泥公司。因为区域景气度和逻辑不同，水泥PE之间有差异，但基本上我们认为2011年PE在16倍以下都是可以介入的公司，江西水泥、海螺水泥、冀东水泥估值相对较低，并且我们相对也认同供需边际逻辑。

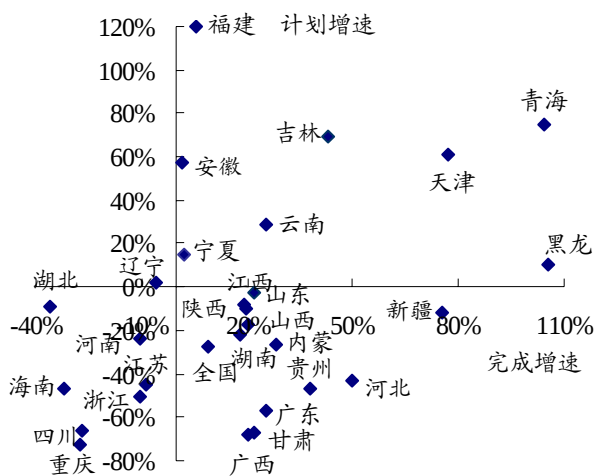
此外，我们需求指出一个行业的重要变化，11月份数据显示了本轮涨价的两个逻辑本质，以华东安徽为例：（1）8-11月安徽孰料产量为818、743、639、805万吨，9-10月限电导致孰料产量旺季环比下降，11月孰料产量环比增加单依旧同比下降意味着限电仍在进行但范围在下降，而8-11月水泥产量为663、680、588、722万吨，9月需求仍然增加导致水泥价格上涨，10月供给大幅下降水泥价格加速上涨并传导至周边区域，11月一方面产能释放另外一面需求增加，水泥价格继续上涨；（2）2008-09年开始全国孰料和水泥产量比值的提升，这意味着淘汰落后产能导致孰料相对下降而改制粉磨站导致水泥相对上升，即孰料集中度远高于水泥集中度，即意味着孰料对水泥的相对不足，一旦孰料产能受限水泥价格必然暴涨，而未来淘汰落后孰料依旧进行，这个逻辑将在未来继续演绎，孰料集中度重要性高于水泥。

图 1: 全国水泥孰料生产能力分布 (万吨)



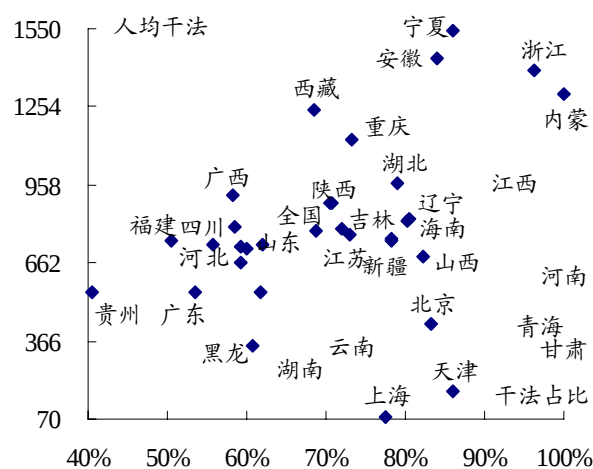
数据来源: BMI, 国泰君安证券研究

图 2: 水泥投资完成及新开工增速



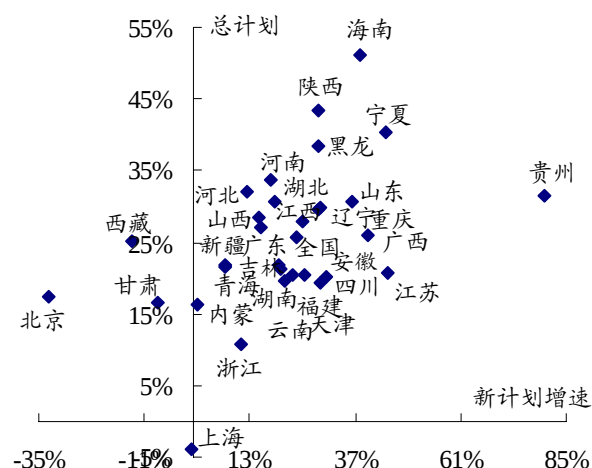
数据来源: DC, CEI, 国泰君安证券研究

图 3: 新干法孰料占比及人均干法孰料



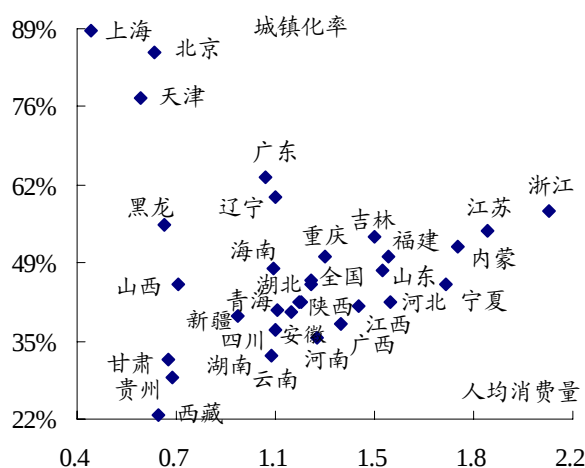
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

图 5: 固定资产完成和新开工投资增速



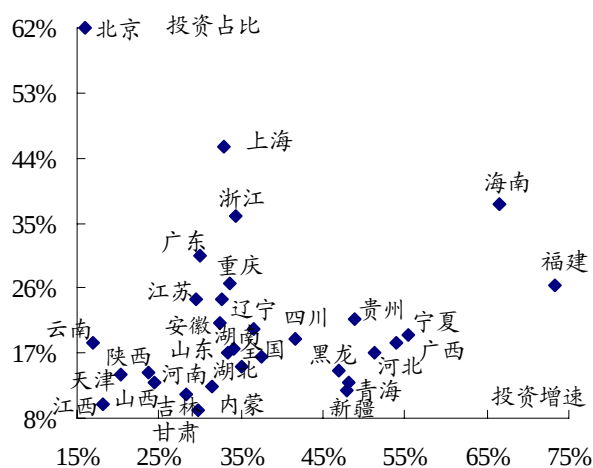
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 7: 城镇化率与人均消费量



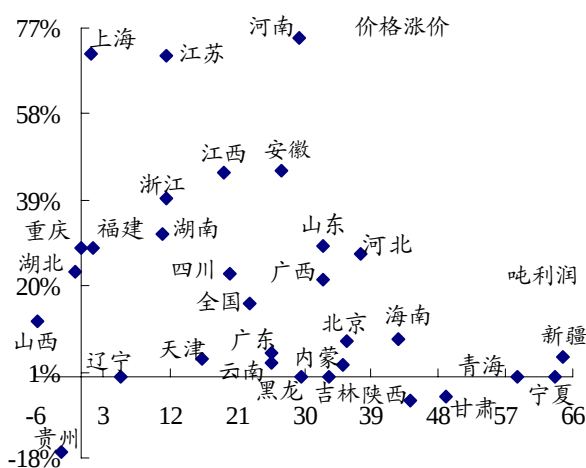
数据来源：CEI，国泰君安证券研究

图 9: 房地产投资占比及投资增速



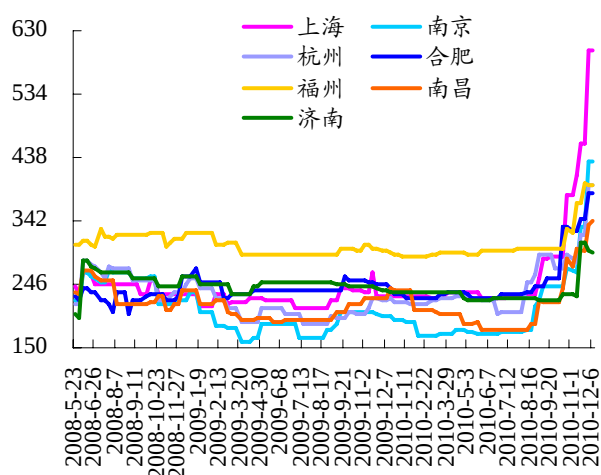
数据来源：DC，国泰君安证券研究

图 11: 3 季度吨利润及 4 季度股价涨幅



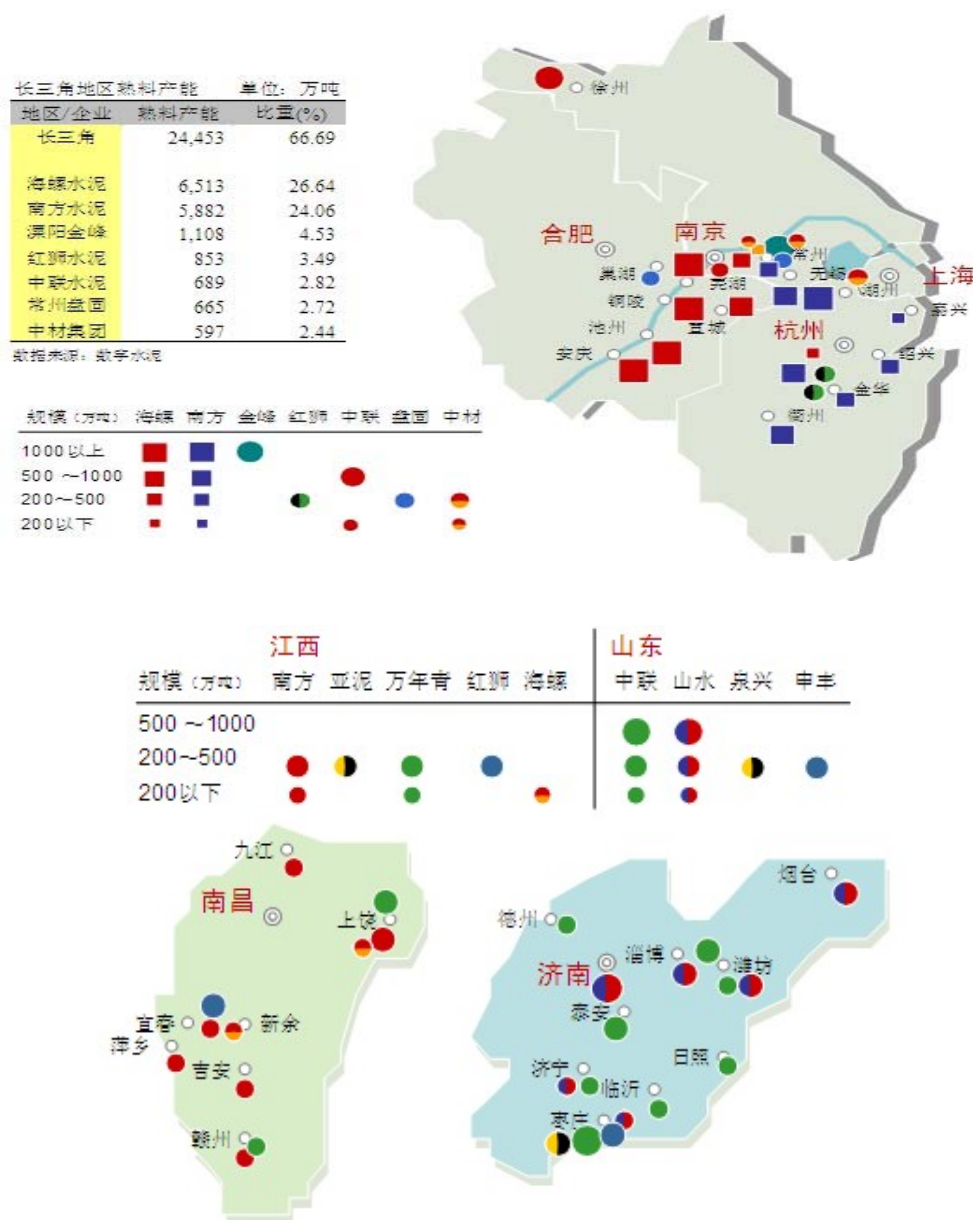
数据来源：DC，国泰君安证券研究

图 13: 水泥煤炭价格差



数据来源：DC，国泰君安证券研究

图 14: 华东市场竞争格局



2010年江西、山东新型干法熟料产能

单位: 条, 万吨

江西				山东			
集团	生产线	产能	比重(%)	集团	生产线	产能	比重(%)
地区合计	46	3,799	66.88	地区合计	70	7,127	85.60
南方水泥	11	815	21.45	中联集团	19	2,165	30.38
亚洲水泥	3	430	11.31	山水集团	17	2,087	29.28
万年青水泥	4	409	10.77	泉兴水泥	3	375	5.26
红狮水泥	2	341	8.98	申丰水泥	2	341	4.78
海螺集团	3	324	8.53	丛林集团	2	256	3.59
锦溪水泥	2	222	5.83	沂州水泥	2	256	3.59
				大学水泥	1	246	3.44
				山东山铝	2	205	2.87
				葡诚水泥	2	171	2.39

数据来源: 数字水泥

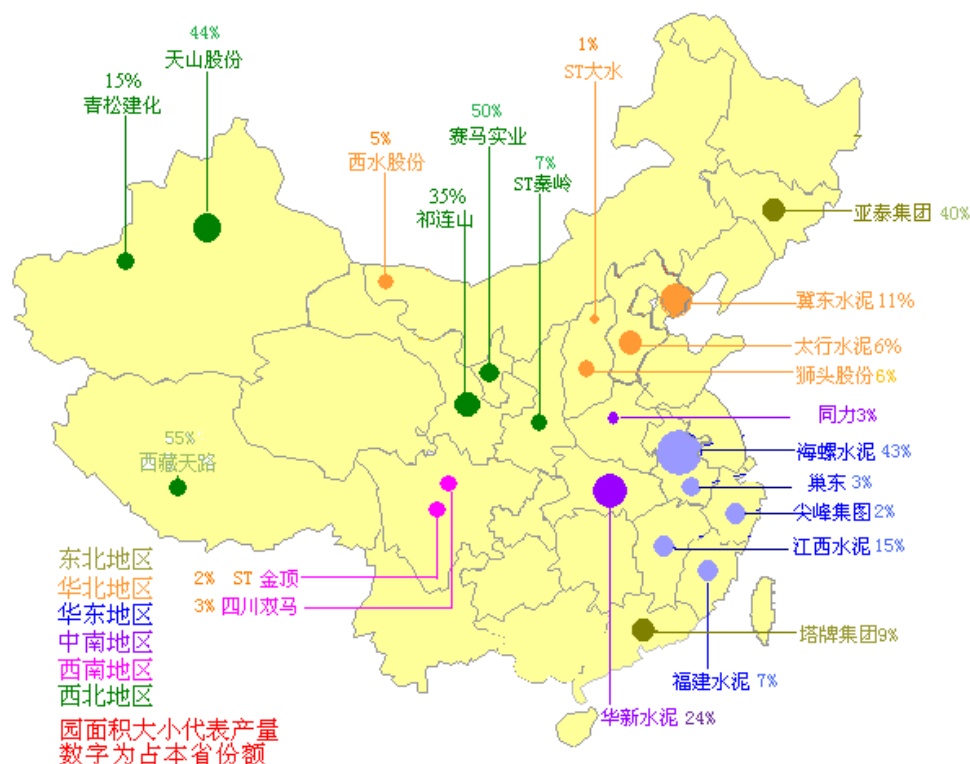
数据来源: DC, 国泰君安证券研究

表 1: 重点公司盈利预测及评级

公司名称	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB	市值	投资评级
冀东水泥	24.6	0.81	1.30	1.70	30	19	14	4.4	299	增持
海螺水泥	30.8	1.00	1.61	2.23	31	19	14	3.7	1087	增持
江西水泥	13.1	0.17	0.40	0.90	77	33	15	4.8	52	谨慎增持
华新水泥	32.0	1.24	1.25	1.80	26	26	18	2.8	129	谨慎增持
塔牌集团	17.4	0.54	0.80	1.07	32	22	16	3.6	70	谨慎增持
天山股份	29.6	1.12	1.38	1.80	26	21	16	6.8	92	谨慎增持
青松建化	23.3	0.56	0.65	0.92	42	36	25	5.9	86	谨慎增持
亚泰集团	7.3	0.39	0.35	0.50	19	21	15	2.0	139	谨慎增持
祁连山	18.6	0.86	1.10	1.47	22	17	13	4.0	88	谨慎增持
赛马实业	36.3	2.28	2.46	2.10	16	15	17	3.4	71	谨慎增持
10 家均值	23.3	0.90	1.13	1.45	32	23	16	4.2	211	
A 股						18	15	3.0		
玻璃						36	32	6.7		
钢铁						19	14	1.5		
建筑						19	15	2.6		
地产						16	12	2.7		
有色						53	37	5.8		
煤炭						17	15	3.4		
化工						19	16	3.1		

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 15: 水泥上市公司区域分布



数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008、2009 年新财富最佳分析师非金属建材第三名，2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2008、2009 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		